

一 経済のグローバルゼーションとは

「グローバルゼーション」「グローバル化」とは、物事が地球規模に拡大・発展することを意味し、全球化と訳される場合もある。国際化が国境の存在を前提にしながら、国境を越えた交流が進み対外依存度が高まる状況をいうのに対して、グローバル化は国境の内外の差別の消滅、一体化を意味する。

グローバルゼーションを支えるイデオロギーは、自由主義市場経済である。しかし世界大恐慌後から、第二次大戦後七〇年代までは国内的には福祉国家、国際的にはGATT／IMF体制の下資本移動が管理され、手放しの自由放任主義ではなかった。

急速なグローバルゼーションが、自由放任主義のイデオロギーと結び付いて進んでいるとの認識から、これは世界のアメリカ化の陰謀ではないかという批判や反発も強い。IMF・世銀を通じて米国金融資本の利益を極大化しようとする「ウォール街・財務省複合体」、
「ワシントン・コンセンサス」が推進しているという批判が、扇情的なマスコミや新興国、急進的なNPOなどに強まっているのみならず、ノーベル賞を受賞した経済学者ステイグリッツなども批判の論陣を張っている。

九〇年代に入り社会主義が崩壊して自信を深めた欧米諸国では、資本主義の「本質」への回帰と普遍化の流れが強まった。それは「資本」の増殖を追求する経済活動を重んじ、利潤機会をめぐる自由競争を促し国境を越えた資本移動を推進するイデオロギーであり、その現実的な表れが経済のグローバルゼーションである。民主主義と自由主義市場経済は普遍的な文明であるとする啓蒙思想運動を信奉しているのが、米国であるとすれば、グローバルゼーションは、アメリカ化ということになる。これを理論的に支えるのは、競争的に均衡する市場システムが経済的厚生を極大化し市場の秩序を実現すると主張する米国の主流派経済学の考え方であるが、これには米国社会と文化の持つ価値感が投影されている。これに対しては当然ながら、文化的多元主義、価値多元主義的立場から批判と挑戦をうけるであろう。

二 金融のグローバルゼーション

現在の世界経済は、「非グローバル化」の状況から「完全グローバル化」の状況へのベクトルが強力に働く中、それに対する抵抗や障害も強まりつつあるグローバル化の中間段階といえるかもしれない。その中であって、コンピューター・ネットワーク上でデジタル信号化された金融資産の国際的移動は、財・サービスの国際移動に比べ相対的に容易なので、グローバル化は金融面で先行しているといえよう。金融グローバル化の具体的な展開を概観してみよう。

(一) 国際資本移動の巨大化・活発化

第二次大戦後のIMF体制発足後暫くは、経常取引の自由化を積極的に推進したが資本移動については戦前期の短資移動の攪乱的な性格に鑑み、規制緩和には消極的であった。しかし七〇年代になると、オイル・マネーの還流などで、規制の少ないユーロ通貨市場が急成長を遂げ、国際資本移動が活発化した。その形態は、当初はシンジケート・ローン中心であった。

八〇年代には、先進各国の金融自由化・国際化が進み、またインフレ対策としての米国の高金利が対米資金流入とドル高を生み、その財政・経常収支赤字をファイナンスするなど先進国間の資本移動が拡大した。

九〇年代にはいると、自由化・国際化が新興国にも及び、金融グローバル化がさらに進行することになる。次の数字は、資本取引急増の姿を示す。

証券発行 一九八八年 二、二一六億ドル

↓一九九八年 一兆一六七八億ドル (五倍)

国際銀行資産(ネット) BIS報告対象国

一九八八年 二兆五、四五〇億ドル

↓一九九八年 五兆四、八五〇億ドル (二倍)

各国の金融自由化・国際化で、金融・資本市場が世界的に統合され、国際資本市場がクロス・ネット共に巨大化、各国の金利水準の連動性が高まり、金融政策の自由度を制約するようになってきたのである。

(二) 市場・金融機関間の国際的競争と統合

金融の自由化、国際化の進行で、各国内部で金融業務の垣根が低下するとともに、国境を越えた金融機関の競争が資金調達・運用両面で激化した。貯蓄の機関化、人口の成熟化を背景に投信、年金基金などの機関投資家が拡大し、運用の国際分散化、効率化を求めるようになり、また急成長を遂げるヘッジファンドはタックス・ヘイヴンを活発に利用しながら

ら革新的な資産運用を競い、高い利回りを追求するようになった。

各国の金融・資本市場の間では資本取引を争奪する競争が展開するようになり、これがまた規制緩和を加速させ、市場や金融機関の間の優位性が明確化するとともに、合従連衡も進んだ。

(三) 制度やルールの国際的収斂

市場間、金融機関の競争は制度間競争の様相を呈し、自由主義市場経済で鍛錬されて洗練度の高いアングロサクソン型の金融商品・サービス方式、金融機関経営手法、市場制度、情報開示方式、監督政策などの優位性が次第に明確になり、特に米国標準への収斂傾向が強まった。

三 金融グローバル化への疑問

一見金融グローバル化の進行は疑いがないようであるが、これに対し実証的な研究に基づく次のような疑問を提起する経済学者もいる。

(一) 理論的には投資のポートフォリオ分散によって、同一リスクでより高い期待収益率がえられるはずであり、先進国では国際分散投資が進展しているものの、現実には Capital Asset Pricing Model などが想定する最適ポートフォリオよりは、国内株式投資への偏重現象が観察されるといふホーム・バイアス・パズルが存在する。

(二) 国内貯蓄・国内投資間の高い相関関係に着目、限界的な新規貯蓄は最も有利な利回りを保証する国に投資されるはずだが、各国の貯蓄は各国市場で吸収される傾向が強く、金融市場の統合には疑問ある。(フェルドシュタイン・ホリオカ・パラドックス)

(三) ネット資本移動の対名目 GDP 比率は、一八七〇年代以降、概ね三%を超え四〜五%にも達していた。現在でも第一次大戦前の水準以下である。

これに対しては、以下のような反論がある。

国際資金循環の数値は、経常収支不均衡に現れる各国の資金過不足が、国際金融・資本市場を通じてどのように調整されたかを事後的に観察したものであり、ネットの資本移動水準の変遷は、金融グローバル化の動きとは整合的とは限らない。資本移動の規模は、いかなる金融レジームを選択するかによって大きく左右される。すなわち①為替相場の安定化、②国内金融政策の自律性、③資本移動の自由の三つの目標中、どれを追求するかによって資本移動は変動する。

- (1) 第一次大戦前の金本位制下では、為替相場の安定と資本移動の自由追求は両立した。したがって資本移動は活発になる。
- (2) ブレトンウッズ体制下では、国内金融政策の自律性を追求すると、為替相場が固定されているので、資本移動は制約される。
- (3) 変動相場制下では、金融政策の自律性と資本移動の自由を為替相場の制約なしに追求でき、資本移動は活発化する。

グロスベースでの資本移動、特に九〇年代以後ではポートフォリオ投資が急増していることと、金融派生商品取引急増がグローバル化進行の表れとして把握できるだろう。特にリスクの移転サービスの急拡大を支える金融派生商品取引の急増は、資本移動の増加自体より金融サービスのグローバル化を反映しているといえよう。

四 金融グローバル化のメリット

金融グローバル化は、次のような利益をもたらすといわれる。

- (一) 国際的資金過不足の調整を容易にすることで、資本輸出国、輸入国双方の経済厚生を最大化する。資本輸出国は、国内の余剰資金を現時点で輸出し、将来時点で返済される資金で生産以上の消費を可能にする。資本輸入国は、現時点の消費と投資のための不足資金を輸入し将来時点で返済することで、世界全体で効率的な資源配分が達成できる。
- (二) 資金過不足の調整の場としての国際金融・資本市場が、自由化・国際化で結合され、取引コストが低下、金利裁定が強化される。
- (三) 金融サービスのアンバンドリング(分解)とリバンドリング(再構成)による効率化、金融業の国際的分業、再編成が促進される。
 - (1) 投資信託の発達で、海外資産の保有が促進される。
 - (2) 投資銀行業務、グローバル保管業務、資産管理業務、情報提供など金融サービスの細分化とネットワーク化が進む。
 - (3) 金融派生商品の発達で、銀行業、保険業、証券業などの制度的垣根が意味を失い、相互乗り入れにより競争が促進される。④国際的な金融機関の合併、買収、提携の動きが顕著となり、金融コングロマリット化が進行、利用者の利便性向上の可能性が高まる。

(四) 各国の金融・資本市場のインフラが平準化する。

(1) 各国の市場インフラにグローバル・スタンダードへ収斂させる圧力が高まり、グローバルに継ぎ目のない市場が形成され、取引コストが低下し利用者の利便性を高める。DVP、RTGS、外為決済リスク削減構想など金融商品の受け渡し・決済システムの効率化はその一環である。

(2) 金融商品の認識、測定、開示などの会計基準統一化の動きは、投資行動、資金調達など企業経営に影響をもたらす透明性を高める。

(3) 金融機関の業務規制を平準化させる圧力を高め、国境を越えた同質化へ進む。自己資本比率規制など、国際的に共通な枠組みによる監督と公正な競争を可能とする。またデリバティブの発達が、税制の国際的平準化・単純化を推進する。

(4) 市場参加者によるマクロ政策運営、債務支払能力の監視が行なわれ、不適切な経済運営を行なう国に対しては、長期金利の上昇、為替投機などの形で市場規律を課す。

五 金融グローバル化の問題点

(一) 金融システム不安定化の可能性。

金融・資本市場は将来にわたる支払いの流れを取引するので、不確かな将来に対する賭けの性格をもち、変動性は避けられない。その本源的価値についての情報が不十分であり、群集心理に支配されがちである。投資が借入によって行われる場合、リスクはさらに高まる。銀行がもつ本来的な脆弱性は、国際的連動性の高まりでさらに強まり、システミックなリスクを高める。距離、言語、文化、法制の違いなどは、グローバル化が進んでも容易に解消しない。

(二) 一九八〇年代以降、先進国で土地、株式など資産価格の連動傾向が強まった。その背景には、①各国の金融政策の同調、②同時期に進んだ金利自由化、③資産価格の変動を促進しやすい税制の歪みなどが指摘される。

(三) 巨大化する資本移動は、通貨・金融危機を続発させる。

国際資本移動が「異時点間の資源配分を最適化」する前提は、①政府部門は中立的(均衡財政)、②民間部門の最適な貯蓄・投資決定による経常収支の決定、③国際資本移動はこのような前提での国際資金過不足を受動的・事後的に調整する、④国際間の貸借がいかなる資金形態で行われるかを問題にしていないなどである。

現実には、巨額の財政赤字が存在したり、投資対象に必要な以上の過剰資金が流入することが多い。また直接投資、銀行融資など安定的な資金流入より証券形態や短期の銀行融資への依存を高め、結果的に通貨危機を招くことが少なくない。

(四) 金融技術革新の進展で複雑化する金融リスクの評価が困難となり、監督当局の情報劣位化が進み、システミック・リスクの遮断が困難となってきた。グローバルな金融市場参加者の中から自然に形成されるチェック・メカニズムの役割が増大するものの十全とはいえない。

(五) 米国中心の国際的資金循環の脆弱性。これについては以下で論じる。

六 米国中心の国際資金循環の問題点

グローバル化Ⅱアメリカ化ともいわれる中で、金融に関しては疑いなく米国が中心的な役割りを果している。すなわち基軸通貨国として、①国際決済システムの提供、②国際的信用創造、③国際的金融仲介の機能を担う。

(一) 六〇年代、米国の短期債務が保有金量を上回りドル危機が発生した。トリフィンが「流動性ジレンマ論」を唱えたのにたいして、キンドルバーガー達は、米国の流動性収支赤字は、米欧間における流動性選好の差で生じるとし、西欧は長期資金を需要するとともに、その資金を一時的に短期のドル預金の形で保有する。すなわち米国は短期借り・長期貸しの「世界の銀行」の役割を果たしているというのである。しかし経常収支黒字の範囲で長期資本輸出を行う事が、基軸通貨国中心の安定的資金循環の条件という主張もあった。

(二) 七〇年代、経常収支はほぼ均衡しており、民間の資本取引の赤字は、外国通貨当局の外貨準備増加でファイナンスされた。

(三) 八〇年代以降の継続的経常赤字で、世界最大の債務国の通貨が基軸通貨として機能する不安定な国際資金循環構造が出現した。すなわち①民間対米証券投資、②外国公的資産増、③銀行収支の好転で、経常赤字がファイナンスされたのである。

八〇年代後半には、本邦の経常収支黒字を背景に、「ジャパン・マネー」が世界を席卷した。しかも経常黒字以上の資本輸出をファイナンスするためにユーロ・ドル市場で短期借り・長期貸しを行った。国際決済と信用創造を米国、金融仲介を日本が分担する変則的な時期であったともいえよう。

(五) 九〇年代、特に九五年以降、経常赤字の二倍以上の民間資本が米国に流入し、株式・社債へ投資された。これは「強いドル」政策への転換と軌を一にする。このような資金流入に支えられ、対外投資も九五年から活発化し、機関投資家の対外投資も急拡大した。一種の金融資産の水平貿易と位置づけることができよう。米国は多様な金融資産を提供する事で外国資本を吸引し、国際金融仲介機能を果してきた。

問題はISバランスを上回る「過剰な」資金を、高レバレッジ機関、オフショア・センターが仲介することにより、金融市場の不安定性が高まることである。また経常赤字が自動的にファイナンスされる基軸通貨国の特権乱用の結果、米国は巨額の対外債務を抱えるに至り、そのサステイナビリティが問題となっている。これは国際通貨システムにとり、最大の不安定要因となっている。このような問題にブナイン・ニグレクト（無策の策）の姿勢をとり続ける米国の政策に対して一定の制約を課するシステム設計可能であろうか。単一通貨ユーロの出現は、その役割を果せるか。米国が政策協調の誘因を持つかどうかは、グローバル化する金融の最大の問題といえる。

七 新興国と国際資本移動

国際資本移動の理論は、資本過剰国による資本不足の国々への投資で世界全体の経済厚生が高まるとする。然りとすれば、金融グローバル化は、新興国にとっての福音となるはずである。一九世紀最後の四半世紀には、英国のGDPの五％程度が、米国、カナダ、オーストラリア、アルゼンチンへ投資された。独・仏も大きな資本輸出国であり、資本輸入国の多くに利益をもたらした。第一次大戦とともに第一次金融グローバル化の時代は終わりを告げ、その後大恐慌時代を経て、七〇年代までの五〇年間、民間資本の流れは細ってしまう。七〇年代の新興国への民間資本投資は、輸出GDPの一％程度に止まった。七〇年代に資本移動は若干活発化したものの、八〇年代の債務危機で足踏みを余儀なくされた。

九四年のメキシコ危機、九七年の東アジア危機、九八年のロシア危機を乗り越えて、国際資本移動は拡大した。七〇〇八〇年の年間の資本流入は、新興国のGDPの一・二五％程度であったのが、九〇年代末までにはその三倍程度になった。しかし二〇〇一年末、九兆ドルのクロス・ボーダー銀行貸出・預金のうち七〇〇〇億ドル、クロス・ボーダー証券投資二兆ドル中六千億ドルが新興国向けにすぎない。すなわち豊かな国から貧しい国への

資金の流れは国際資本移動の一部分であり、米国がGDPの二〇%もの純対外債務をもっていることが金融グローバル化の現実を物語る。

新興国への資金の流れを阻む要因は何か。①労働力の質、②不十分な財産権の保護、③政治的不安定性、④資本取引制限のリスクなどが挙げられる。

それでは新興国は国際資本移動によりどの程度利益を得たのであろうか。これに関しては研究が少なく、コンセンサスもない。それがもたらす混乱を勘案すれば、手放して金融グローバル化を礼賛できない。資本取引規制緩和は新興国での投資を促進し経済成長を促すと共に、経済的攪乱を伝播し成長を阻害することもしばしばある。IMFによれば、一九七〇～九九年の間、六四の銀行危機、七九の通貨危機が発生した。

Dobson(University of Toronto)とHufbauer(IE)の研究によれば、新興国はグローバル金融市場を利用して二〇〇〇年までにGDPを五%高めることができたという。そうであれば、通貨・金融危機に時折見舞われてもグローバル化のメリットを享受したことになる。彼らは八〇～九〇年代の二四の銀行危機、三六の通貨危機がもたらしたGDP喪失によるコスト推計を行い、八〇年代のラテンアメリカの危機で年平均GDPの二・二%喪失のコスト、九〇年代の東アジア危機で、年間GDPの一・四%のコストと計算している。全新興国経済のコストとしては、八〇年代は年間〇・六%、九〇年代は〇・七%の成長率の低下があったとして、グローバル資本市場利用の利益、年間三五〇〇億ドル、GDPの五%程度と対比し悪くない結果としている。

しかしIMFの調査結果でさえ、金融統合の利益に疑問を感じさせるものが少なくない。一四の研究中、三研究が利益ありとするのみである。新興国は国内金融機能が非効率、脆弱であり、規制のシステムも弱体、経済政策も一貫性を欠くため、資本取引自由化の結果、マイナスが便益を上回る結果となることが多いと思われる。

結びに代えて—金融グローバル化と日本

金融のグローバル化は不可避的な現象であるとするれば、世界最大の債権国である日本が、その中で発展する可能性や果たすべき役割は大きいはずである。

少子高齢化社会を迎えるため早晚貯蓄率の低下はまぬかれず、経常収支黒字はやがて減少し、場合によっては資本輸入に依存する事態になることも考えられる。残された時間で蓄積された貯蓄を有効に投資して生活水準の維持を図る必要があるが、その過程で日本の金融システムを早く健全化し、効率的な金融資本市場と競争力ある金融産業を確立し、アジ

アにおける名実ともに中心的な金融センターを構築しなければならない。

このためにも、そして脆弱性を抱える米国中心の国際金融体制依存から脱却するために、日本は戦略的に対米依存度を漸減する構想が必要がある。これまで長年輸出主導の経済成長を続けてきたために米国市場に依存せざるをえず、そのため対外資産の多くを米ドルで蓄積し、結果的に米国の財政・経常赤字の大きな部分をファイナンスすることとなっている事態を改善する必要がある。

現状は膨大な経常黒字で発生するドル資金余剰をば、円安水準を堅持するため米国の顔色を伺いながら為替市場介入を行って吸収することに迫われ、結果として六千億ドル以上の外貨準備を溜め込み、リスク管理責任も曖昧なままに特に情報・資産管理技術に優位をもつとは思われない通貨当局にその運用が委ねられている。このような愚かしい政策を続けていては、いつまでも日本の金融面での真の競争力を育てることは不可能である。貯蓄に関するリスクをいつまでも実質的に国家が負担することをやめ、民間によるリスク負担能力を高めて直接金融や市場型間接金融を推進し、積極的な海外への投融资を活性化させることによってこそ、金融機関の競争力の向上と効率的な金融・資本市場の構築が進む。かつての「ジャパン・マネー」の狂奔は、金融機関の力不足を量で補おうとした愚かな現象であり、その結果は製造業によって蓄積した富を雲散霧消させた。日本の金融業、それを監督したはずの金融当局の責任は重大である。いまだ巨大な貯蓄を有効に駆使して、真の国益の追求とグローバル化しつつある世界経済の安定に貢献することが望まれる。

(二〇〇三年一月三〇日)

参考文献

- 藤田誠一「グローバルバリエーションと金融問題」日本国際経済学会編『グローバルバリエーションの成果と課題』世界経済研究協会 二〇〇三年
- イートウエル、J・L・/テイラー、L・J・著 岩本武和/伊豆久訳『金融グローバル化の危機』岩波書店 二〇〇一年
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」『金融研究』日本銀行金融研究所 一九九九年八月
- ステイグリッツ、J・E・著、鈴木主税訳『世界を不幸にしたグローバルイズムの正体』徳間書店、二〇〇二年

Crook, C.; "A Cruel sea of capital, a survey of global finance", *The Economist*, May 2003

Prasad E., Rogoff, K., Wei, S., Ayhan Kose, M., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF, March 17, 2003

